

VARIAÇÃO DE DIVIDENDOS E RENTABILIDADE FUTURA

Aluno: Gibran Habib Abi Ghosn
Orientador: Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Introdução

Estudos têm sido realizados com o objetivo de verificar a relação entre a variação dos dividendos e o retorno das ações, nos dias ao redor (OU QUE SEGUEM?) do anúncio dos dividendos (Aharony; Swary, 1980; Asquith; Mullins, 1983; Kalay; Loewenstein, 1985; Ptit, 1972). Isso ocorre em função da variação dos dividendos ser uma forma de informação sobre a rentabilidade da empresa. Na comunicação dos dividendos estão inseridas informações que podem provocar movimentos nos preços das ações. Alguns estudos (DeAngelo; DeAngelo; Skinner, 1996; Bernartzi; Michaely; Thaler, 1997) não confirmaram esses resultados, entretanto, Nissim e Ziv (2001) verificaram a existência de relação entre a variação dos dividendos e a rentabilidade futura das empresas, confirmando a hipótese de que essa relação é positiva. Nesse estudo os autores verificaram, onde a variação dos dividendos iria influenciar a rentabilidade futura das empresas até dois anos subsequentes à esta variação dos dividendos. Na tentativa de verificar algumas hipóteses inerentes a tal relação (dividendos x rentabilidade), os autores ainda inseriram algumas variáveis adicionais, gerando mais dois modelos. Essas variáveis adicionais teriam o intuito de controlar alguns efeitos como o da rentabilidade do patrimônio líquido (PL) em relação à rentabilidade e da assimetria da variação dos dividendos (crescente ou decrescente).

Objetivos

Este estudo tem como objetivo principal verificar se essa relação entre variação de dividendos e rentabilidade futura existe na realidade brasileira, utilizamos a mesma metodologia de Nissim e Ziv (2001).

Metodologia

A amostra do estudo foi composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre os anos de 1993 a 2005 que:

- (1) distribuíram dividendos em dois anos seguidos para que pudesse ser feito um cálculo de variação em pelo menos um período verificado;
- (2) não tinham caráter financeiro (portanto, foram retiradas as empresas financeiras) (Nissim; Ziv, 2001);
- (3) apresentavam valor de mercado em pelo menos um ano;
- (4) apresentavam rentabilidade do patrimônio líquido em pelo menos um ano.

A escolha do período de estudo (1993 a 2005) teve razões específicas: (1) a partir de 1994, o Brasil consolida uma fase com baixas taxas de inflação, o que não ocorria antes deste ano (índice IGP-DI acumulado em 94 = 294,61; em 95 = 13,92); o ano de 1993 foi considerado na coleta de dados a fim de que se pudesse fazer o cálculo de variação dos dividendos e resultados líquidos a partir de 1994; (2) o governo brasileiro encerra a renegociação da dívida externa, permitindo ao Brasil retornar ao mercado internacional de crédito; (3) em outubro de 1994 foi concluído o processo de liberalização comercial iniciada

pelo governo Collor em 1990. Portanto, o Brasil volta a ser um país economicamente estável com resultados dos estudos que permeiam essa área, demonstrando melhor o momento atual.

Depois da aplicação destes critérios, a amostra totalizou 284 empresas com ações de uma só categoria – as mais líquidas, como por exemplo, PN – considerada no 1º. ensaio. No 2º. ensaio, foi utilizada a totalidade dos dados das empresas, considerando todas as categorias de ações, ou seja, os dados das empresas ON, PN. Nesse caso, a amostra totalizou 461 empresas. Por ter sido utilizado dados de painel, cada uma dessas 461 empresas foi tratada como independentes, mesmo se repetindo devido às categorias de ações. Nesse ensaio, existe a possibilidade de autocorrelação entre as variáveis, o que foi verificado pelo teste de *Durbin-Watson*. Isso pode gerar resultados inconsistentes nas regressões. Os métodos econométricos aplicados foram dados de painel para efeito fixo e aleatório, com teste de *Hausman* para testar qual dos dois era o mais adequado.

Conclusões

A respeito dos resultados, não houve evidências de que o 1º modelo explique a relação entre a variação dos dividendos e a rentabilidade futura das empresas brasileiras. A estatística F não é estatisticamente significativa, o R^2 tende a zero e os parâmetros estimados no modelo que acompanham a variável explicativa não são estatisticamente significantes no período zero, um ou dois.

Os resultados sugerem que para a realidade brasileira, é muito difícil avaliar o modelo com uma única variável explicativa (variação de dividendos) para confirmar a relação entre a variação nos dividendos e sua influência na rentabilidade futura das empresas, dado que o mercado é muito complexo.

Então, assim como Nissin e Ziv (2001) inseriu-se num segundo modelo uma variável explicativa adicional – rentabilidade do PL (ROE), porém os resultados foram os mesmos.

No terceiro modelo foi possível verificar algumas relações: no período $t=1$, a estatística F do modelo é estatisticamente significativa, apesar do R^2 ser baixo. Os parâmetros estimados neste modelo apresentaram significância em a_{1n} e a_3 . Ou seja, houve evidências de que exista relação entre a rentabilidade futura das empresas brasileiras e a variação dos dividendos quando eles caem. No segundo teste, para $t=2$, os resultados encontrados sugerem que o modelo proposto não explica a existência de relação entre a rentabilidade futura (dois período depois) e a variação positiva e negativa dos dividendos. A estatística F do modelo não foi estatisticamente significativa e o R^2 foi baixo.

Neste estudo não encontramos respostas nos modelos sugeridos devido a autocorrelação dos dados verificada pelo teste de *Durbin-Watson*.

Referências

- 1 – ECONOMÁTICA. Banco de dados. Disponível em <http://www.economatica.com.br>. Acesso entre Setembro de 2004 a Março de 2006.
- 2 – GREENE, W. **Econometric Analysis**, 4.Ed. New York: Prentice-Hall, 1004p, 2000.
- 3 – JOHNSTON, J.; DINARDO, J. **Métodos Econométricos**, 4. Ed., São Paulo: McGraw Hill, 2001.
- 4 – STOCK, J.; WATSON, M.W. **Econometria**, São Paulo: Adson Wesley, 2004.
- 5 – Charest, Guy, 1978, **Dividend information, stock returns, and market efficient**: II *Jornal of Financial Economics* 6, 297- 330.